

SENADO

SECRETARIA

DIRECCION GENERAL DE COMISIONES

XLIVa. LEGISLATURA
PRIMER PERIODO

CARPETA Nº 145 DE 1995

COMISION DE
HACIENDA

DISTRIBUIDO Nº 240 DE 1995

JUNIO DE 1995

SIN CORREGIR
POR LOS ORADORES

MERCADO DE VALORES Y OBLIGACIONES NEGOCIABLES

VERSION TAQUIGRAFICA DE LA SESION DE LA COMISION
DEL DIA 21 DE JUNIO DE 1995

A S I S T E N C I A

Preside	:	Senador Ignacio Posadas -ad hoc-
Miembros	:	Senadores Danilo Astori, Jorge Batlle, Luis Batlle Bertolini, Alberto Couriel y Luis Eduardo Mallo
Invitados especiales	:	Representantes de: Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A., Presidente , Gerardo P. Van Tienhoven; Vicepresidente, Daniel Genis; Director, Eduardo Nollenberger; Gerente General, Jose Luis Puig y Asesor Legal, Ricardo Olivera García; Asociación de Bancos del Uruguay, Presidente, Carlos García Arocena y Director Ejecutivo, Alberto Bensión; e Inspección General de Hacienda, Inspectora, Eva Holtz y Asesora, Graciela Asurabarrena.
Secretaria	:	Raquel Suárez Coll
Ayudante de Comisión	:	Alberto Martínez Paysée

SEÑOR PRESIDENTE.- Habiendo número, está abierta la sesión.

(Es la hora 15 y 9 minutos).

Damos la bienvenida a la delegación de la Bolsa de Valores Electrónica que nos visita en la tarde de hoy. Estaremos atentos a las exposiciones que cada uno de los invitados desee realizar y, según el "modus operandi" de las Comisiones, ante cualquier eventual inquietud de los señores Senadores, solicitaremos las aclaraciones correspondientes.

Cedemos gustosamente la palabra al señor Presidente, Gerardo P. Van Tienhoven.

SEÑOR VAN TIENHOVEN.- En nombre del Directorio de BEVSA que me honro en presidir, agradecemos esta invitación de concurrir al Parlamento para poner en conocimiento de los señores Senadores el contenido del proyecto de ley sobre el mercado de valores y obligaciones negociables.

Quiero presentar al licenciado Puig, Gerente General de BEVSA; al doctor Olivera, Asesor Letrado; al contador Genis, Vicepresidente; y al señor Nollenberger, integrante del Directorio, aquí presentes. Hemos decidido no concurrir el Directorio en pleno, porque consideramos que así es más conveniente para atender las preguntas y comentarios de los señores Senadores.

BEVSA --Bolsa Electrónica de Valores Sociedad Anónima-- fue constituida el 15 de enero de 1993 con el objeto de proveer a sus miembros o a terceros de la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente en el lugar --es decir Montevideo-- y a través de los medios que les proporcionen electrónicamente, las transacciones de valores y otros productos financieros mediante mecanismos continuos de subasta pública.

La constitución de la sociedad fue autorizada por la Inspección General de Hacienda el 17 de agosto de 1993,

previo informe favorable del Banco Central del Uruguay. Sus estatutos fueron posteriormente inscriptos en el Registro Público de Comercio y publicados, completándose el procedimiento de constitución de la sociedad el 22 de noviembre de 1993. BEVSA fue inscripta en el Banco Central del Uruguay como Bolsa de Valores el 9 de agosto de 1994 y comenzó sus operaciones el 5 de setiembre del mismo año. El 19 de setiembre se firmó ante BEVSA y el Banco Central del Urùguay un convenio de participación como operador especial. Su objeto es convenir la participación del Banco Central del Uruguay en el mercado electrónico organizado por BEVSA, con la facultad de realizar transacciones en los mercados de préstamo interbancarios de dinero, valores y cambios.

El marco normativo del funcionamiento de BEVSA está dado por sus estatutos como sociedad anónima, el Reglamento de funcionamiento aprobado por la Asamblea Extraordinaria de Accionistas del 16 de junio de 1994 y seis manuales --de definición y valorización de instrumentos; de operaciones de mercado de valores; de operaciones de mercado de cambios; de operaciones de mercado de dinero; de líneas de créditos y garantías; de registro de emisores y valores-- y circulares que resulten dictados por el Directorio.

El sistema establecido por BEVSA consiste en la creación, en el Uruguay, de un mercado absolutamente electrónico en el cual se ofrezcan y se negocien dentro del sistema, sin identificación de ofertantes y tomadores, los productos financieros que habitualmente son operados por las entidades bancarias u otros operadores financieros en nuestra plaza. Esta nueva forma de transacción es de suma importancia, no sólo para el sector financiero del país, sino también para los sectores comerciales e industriales. La posibilidad de contar con un ámbito de captación de ahorro ágil, anónimo y en el que exista una concurrencia total de los agentes financieros, permite una nueva fuente de financiamiento para las empresas comerciales e industriales, tanto en el sector privado como en el público, de alternativa a las existentes en plaza, como ocurre en las economías de

los países desarrollados.

Paralelamente, se configura un mercado con la información, transparencia y profundidad necesarias para generar la protección y la confianza que la inversión requiere. Es importante destacar que el objetivo final de BEVSA apunta en el mediano plazo a la interconexión con los mercados argentinos y brasileños. Se tiene como objetivo contar con un mercado electrónico a nivel regional que permita la captación de ahorro regional para posibilitar el financiamiento de los agentes comerciales e industriales. BEVSA prevé la posibilidad de participación en el sistema de todos los operadores financieros, nacionales o extranjeros que sean autorizados por los órganos competentes del mercado. La estructura y organización del mercado permiten negociar en él mismo, todo bien, valor o derecho que sea susceptible de oferta pública, atendiendo la operativa desarrollada actualmente. Se identifican tres tipos de productos: a) monedas, compra y venta de moneda extranjera, canjes, arbitrajes, etcétera; b) dinero, préstamos interbancarios de corto plazo, "call money", operaciones "overnight", etcétera; c) valores públicos o privados nacionales o extranjeros, tales como Bonos del Tesoro, Letras de Tesorería, acciones, obligaciones, "commercial papers", certificados de depósito, documentos comerciales de convenio ALADI, "promisory notes" de la deuda externa, metales preciosos, etcétera. Podrían negociarse, además, futuras opciones e índices sobre los referidos productos, sobre tasas de interés o sobre "commodities".

Los estatutos de BEVSA prevén la posibilidad de la actuación de cualquier operador financiero que cumpla acumulativamente con los requisitos de ser titular de una acción de BEVSA y cumplir con los estándares de idoneidad profesional y moral requeridos por la reglamentación. Se prevé, además, con carácter excepcional, la posibilidad de que actúen operadores especiales no accionistas, como es el caso del Banco Central.

El capital social de BEVSA se encuentra dividido en cien acciones escriturales.

Operan, actualmente, en BEVSA, 25 entidades de intermediación financiera: 2 bancos oficiales, 19 bancos privados, 2 casas bancarias y 2 cooperativas de intermediación financiera, 1 sociedad de bolsa y 1 operador especial, que es el Banco Central del Uruguay.

El desarrollo reciente de los mercados financieros, en general, y de los mercados de valores, en particular, se ha caracterizado por una creciente globalización e internacionalización de los mismos. El mayor acceso a la información sobre lo que acontece en otras plazas, así como el desarrollo de las comunicaciones, han determinado que los productos financieros creados en un determinado Estado puedan ser fácilmente transados en diferentes países y que los inversores y operadores puedan acceder a plazas diferentes, a los efectos del desarrollo de su operativa.

La plaza uruguaya se ha desarrollado durante los últimos 20 años como una activa plaza a nivel regional para la realización de operaciones bancarias. Las mismas condiciones que permitieron el desarrollo de la operativa bancaria internacional, pensamos que habrán de constituir estímulos e incentivos para el desarrollo de la actividad bursátil. En este marco creemos que contar con una herramienta de alta tecnología en el sistema de transacción, es una condición necesaria para ubicar al Uruguay como centro financiero regional.

El año pasado, BEVSA tuvo la suerte de poder colaborar en el proyecto a estudio, conjuntamente con el Banco Central del Uruguay, la Cámara de Comercio y la Bolsa de Valores de Montevideo. Dicho proyecto, a nuestro entender, recoge todas las inquietudes e intereses que existían en ese momento, los que se ven reflejados en el mismo. Con mucho placer manifiesto que apoyamos íntegramente esta iniciativa y compartimos la exposición de motivos. Asimismo, adjuntamos

una carta, dirigida a la honorable Comisión de Hacienda de la Cámara de Senadores en la que incluimos algunas aclaraciones sobre soluciones contenidas en este proyecto, las que compartimos.

Para BEVSA es sumamente importante y sustancial lo relativo a modelos de regulación del Mercado de Valores, la sustitución de los sistemas vigentes sobre "debentures" u obligaciones negociables y la actuación de los bancos o instituciones financieras autorizadas en los mercados de capitales.

Estas apreciaciones están contenidas en una carta --demasiado extensa para leerla en este momento-- que se encuentra a disposición de los señores Senadores y que fue redactada con la ayuda de nuestro asesor letrado, doctor Olivera, a quien dejo en el uso de la palabra.

SEÑOR OLIVERA.- Como decía su Presidente, señor Van Tienhoven, la Bolsa Electrónica adhiere íntegramente al proyecto y lo hace, en primer lugar, porque está de acuerdo con su filosofía y su texto y, en segundo término, por una razón de honestidad intelectual. En determinado momento --creo que constituye un hito muy importante en la historia de nuestro país-- el Banco Central del Uruguay trabajó en la elaboración de este proyecto, conjuntamente con los operadores del mercado y en una Comisión donde se encontraba presente la Cámara Nacional de Comercio, la Bolsa de Valores y nosotros mismos, se llegó a un acuerdo consensuado entre todas las partes, en relación a este texto. Las objeciones, discrepancias o dudas que pudimos haber tenido, las planteamos en ese seno y allí fueron recogidas. Sin perjuicio de ello, queremos destacar, muy brevemente, tres puntos que --como decía el señor Van Tienhoven-- nos parecen importantes en este proyecto. Me refiero, en primer lugar, al modelo de regulación que el mismo prevé. Se trata de un sistema que, de alguna manera, buscó contemplar la muy especial realidad del mercado uruguayo en esta materia. Es importante tener presente que este proceso de regulación que



estamos encarando sigue, de alguna manera, una tendencia históricamente contraria a lo que está pasando en la mayoría de los países del mundo. En la mayoría de las naciones es corriente que los mercados de capitales estén fuertemente regulados y, de cierta forma, el proceso actual tiende a una progresiva desregulación que busca desplazar, cada vez más, a las organizaciones que nuclean a los operadores del centro de operaciones y controles del mercado.

Nuestra situación es totalmente diferente, porque partimos de un mercado que, hasta hace poco, fue absolutamente libre, ya que la actividad bursátil no estaba sujeta a regulación. En el año 1993, el Banco Central del Uruguay dictó una comunicación estableciendo algunos principios básicos que las bolsas de valores debían incluir en sus respectivos estatutos, controlando la aplicación de los mismos. Este modelo buscó recoger esta realidad, estableciendo lo que podríamos llamar el sistema de autorregulación del mercado, en el que es muy intenso el rol que se da a los operadores y, en particular, a las bolsas de valores como ámbito, sectores que cumplen, no sólo la función de facilitar las transacciones del mercado, sino además la de regular el comportamiento de los operadores, controlando su actuación y ejerciendo potestad sancionatoria.

Consideramos particularmente importante la solución que consagra este proyecto, en el sentido de delegar en la Bolsa de Valores una serie de cometidos, entre los que se encuentran la autorización de los valores a emitirse evitando, así, la duplicación de los controles que existen en otros países.

El segundo punto al que queríamos referirnos es el relativo a la modificación de la normativa en materia de obligaciones negociables. Creo que no existen dos opiniones en el sentido de que la normativa vigente es una mala solución legislativa. Nuestro Legislador tomó esta solución de la ley argentina de 1972 que, a su vez, prácticamente había copiado una ley de principios de siglo que buscaba una

normativa muy similar a la legislación británica para resolver el problema de las emisiones de empresas británicas en ese país. De alguna manera, tomó un modelo que en la Argentina no funcionó ya que, la ley de 1972 tuvo muy mala acogida y solamente hubieron algunas emisiones aisladas que no tuvieron cotización bursátil. Es decir que, al momento de sancionarse la ley, se tomó un modelo que ya había sido modificado por la actual ley argentina sobre obligaciones negociables que es la que realmente ha estado funcionando.

Esta ley contiene una serie de soluciones que se han transformado en trabas para el mercado, comenzando por la fijación de un tope en la emisión de obligaciones negociables fijado por el monto del capital y las reservas, lo que tiene pocos precedentes en el Derecho Comparado. En segundo lugar, establece la figura del fiduciario que, si bien en algunos casos puede cumplir una función importante, tal como está regulada en la ley, se lo transforma en un auténtico síndico de la sociedad con facultades muy intensas, lo que muchas veces no es querido por los emisores. En tercer término, da a la asamblea de debenturistas una serie de potestades sobre la sociedad y los propios debenturistas que, de alguna manera, puede conspirar contra el éxito de esta clase de productos. Consideramos que nuestra ley no incentiva la emisión de obligaciones y que la solución que establece el proyecto es adecuada lo que implica un estímulo importante al respecto.

El tercer punto al que queríamos referirnos es el relativo a la participación de las entidades de intermediación financiera en el mercado de valores. El proyecto de ley propone este tema a través de dos normas: la primera es la derogación del literal d) del artículo 18 del decreto-ley Nº 15.322, y la segunda es la delegación en el Banco Central de la potestad de regular la adquisición o la inversión en esta clase de papeles por parte de las entidades de intermediación financiera. Respecto a estas normas que nos parecen muy importantes como mecanismo de estímulo del Mercado de Valores, ya que permitiría una actividad más

intensa de los operadores financieros lo que contribuiría a dinamizarlo, consideramos que hay algunas precisiones que es muy importante realizar. En realidad, en el proyecto de ley no se está planteando la posibilidad de que las entidades bancarias hagan operaciones ajenas al giro ni que se transformen en "holdings" empresariales a través del control de entidades comerciales, industriales o agrícolas. Simplemente, se está planteando transformar los valores privados en productos financieros que puedan ser objeto de transacciones en los mercados financieros.

Por otro lado, la prohibición legal que contiene el literal d) del artículo 18, está tomado del artículo 5º de la Ley de Emergencia Económica Nº 13.330, que se dictó en el año 1965 al influjo de una situación muy especial que vivía la plaza financiera y, además, en el marco de una evolución de las técnicas de control de las entidades de intermediación financiera que no es la que actualmente existe. De alguna manera, esta norma recogió algunos principios contenidos en la "Glass-Steagall Act" de los Estados Unidos del año 1933, que es un texto excepcional en los mercados internacionales. Por ejemplo, en el ámbito de los mercados de valores y bancario europeos no se recoge esta solución y hoy está en proceso de revisión en el propio Estados Unidos. En una conferencia dictada hace pocos días, el 11 de mayo de 1995 por el señor Alan Grinspan que es el Director de la Reserva Federal de Estados Unidos, se aconseja expresamente la derogación de esta norma. Además, esto responde a una evolución de la técnica de control de las entidades bancarias distinta a la actual.

~~En~~ materia de manejo de los activos bancarios, casi todos los regímenes internacionales han incorporado a sus respectivas legislaciones internas, las normas de control de riesgos y de activos del Protocolo de Basilea, las cuales contienen determinados criterios. Estas normas son las que ha recogido el propio Banco Central del Uruguay cuando reguló la formación de los activos de los bancos de inversión. En la recopilación de normas de regulación y control del sistema

financiero --donde se regulan los activos en los cuales pueden invertir los bancos de inversión-- prácticamente se están recogiendo esas pautas a través de normas que impiden que se tenga el control o una participación significativa en la emisión de la entidad emisora y que equilibran el riesgo que están tomando con exigencias patrimoniales más intensas de las que se exigen en materia de tenencia de otros activos crediticios.

Se ha dicho --y es la solución que resultó recogida por el Parlamento cuando aprobó la reforma de la Ley de Intermediación Financiera en la Ley N° 16.327-- que esta actuación en los mercados de valores puede ser desarrollada por los bancos a través de la creación de bancos de inversión. En realidad, la figura de creación de los bancos de inversión que fue recogida por una ley de 1990, consagra una solución que no ha sido bien recibida por el mercado. De alguna manera, la técnica en materia bancaria ha abandonado el esquema de la banca especializada y cada vez más tiende a recoger el modelo de la banca múltiple. La creación de bancos con un objeto especializado que tengan determinado perfil operativo y que excluyan otras áreas de la actividad bancaria, es un modelo que se ha ido abandonando y sustituyéndolo por un sistema de banca múltiple. En este sentido, obligar a las entidades bancarias a que creen una entidad especial, con responsabilidad patrimonial, con una sede propia y separada, con costos administrativos y todo lo que implica desarrollar operaciones que desde el punto de vista de la técnica bancaria nada impide que se desarrollen dentro del propio banco ya existente, creemos que es una carga sumamente pesada.

SEÑOR VAN THIENHOVEN.-Tal vez los señores Senadores han podido leer en los diarios de esta última semana la oferta que ha hecho el Dresdner Bank por Kleinwort Benson que es quizás la única banca de inversión genuina que queda en Londres, ya que todas las demás han sido absorbidas por los bancos comerciales. Inclusive, el banco que represento, fue comprador del Barings bajo circunstancias penosas pero que

recibió una publicidad muy amplia. Creo que ha sido fundamental que gente como el señor Grinspan, entre otros, impulsen la idea de eliminar la "Glass-Steagal Act" y de impedir que los bancos comerciales puedan mantener en sus carteras activos financieros como obligaciones, debentures, etcétera.

SEÑOR OLIVERA.- Simplemente, deseo hacer dos últimos comentarios que me parecen de importancia.

En primer lugar, las críticas que habitualmente se hacen a la posibilidad de que los bancos inviertan en mercados de valores, se encuentran fundamentalmente restringidas a las inversiones en acciones. Las mismas no son de aplicación cuando nos estamos refiriendo además a obligaciones negociables u otros valores privados, es decir, a los llamados títulos de renta fija, los cuales en última instancia instrumentan una relación de empréstito con endeudamiento que el emisor está contrayendo frente a los tomadores. Parecería un sin sentido que el mismo banco que puede otorgar préstamos a sus clientes no pueda ser tomador de debentures u obligaciones que los mismos emiten.

Por otra parte, se trata de una restricción que no tienen las entidades bancarias de los demás países de la región. En ese sentido, podemos decir que ni la ley argentina, ni la brasileña y tampoco la chilena restringen a los bancos su actuación en los mercados de valores, por lo cual, en un mercado que tiende a internacionalizarse, crea una desventaja comparativa para los operadores nacionales frente a los extranjeros.

Por último, simplemente deseamos reiterar que en esta materia el Banco Central del Uruguay cuenta con las herramientas legales y la tecnología adecuada para realizar un control de la actividad en este mercado que desarrollan las entidades de intermediación financiera, a los efectos de evitar un mal manejo de estas carteras y la asunción de riesgos no compatibles con la buena técnica financiera.

ls.10

En consecuencia, expresamos nuestro apoyo a que la solución legal se mantenga.

SEÑOR PRESIDENTE.- Deseo realizar una pregunta, pero antes quiero destacar que comparto las apreciaciones formuladas por el doctor Olivera sobre la Ley de Sociedades Comerciales, a la cual me he referido en más de una oportunidad sosteniendo que, con la tercera parte de sus artículos, se habría logrado una solución legislativa superior a la alcanzada.

Con relación al tema de las obligaciones, el proyecto de ley, si bien logra una mayor flexibilización y elimina algunos absurdos tales como lo relativo a la Asamblea de Obligacionistas y demás, deja en pie el tema de la figura del fiduciario. Reitero que, de todos modos, este aspecto no aparece en una forma tan rígida como en la Ley de Sociedades Comerciales pero, de igual manera, sobrevive.

Mi pregunta que más que jurídica es práctica, apunta a saber qué valor --si es que tiene alguno-- le adjudican a la figura del fiduciario como un instrumento conducente a la colocación de papeles y el funcionamiento, precisamente, de las colocaciones.

SEÑOR OLIVERA.- Al respecto, podemos decir que la figura del fiduciario tiene un origen conceptual, ya que cuando se realiza una emisión de debentures, no existen tantos negocios de endeudamiento como título, sino que hay una multiplicidad de títulos que documentan un sólo negocio del préstamo o empréstito. De ello surge que las legislaciones más antiguas --tales como la británica de fines del siglo pasado-- hayan establecido la necesidad de la existencia de un representante común que actúe por todos los co-acreedores de la emisión.

En muchos casos, la figura del fiduciario se ha transformado en un estorbo importante dentro de la sociedad y en un problema para determinadas emisiones, ya que se trata de un acreedor que tiene acceso a una información confidencial y privilegiada de la empresa.

ls.11

En lo personal, creo que el proyecto es bueno en el sentido de que establece la figura del fiduciario como facultativa y no necesaria, de tal modo que deja librado a cada emisor --de acuerdo con los mecanismos de garantías que esté dispuesto a otorgar a los tomadores de valores-- incorporar o no la figura del fiduciario. Creo que se mantiene como un marco normativo al cual puede acudir la entidad emisora a la cual no se ve constreñida si considera que, a través de otras medidas de información o de acceso a ella por parte de los obligacionistas, es posible cumplir la función de control que el obligacionista tiene.

SEÑOR BATLLE.- Me gustaría saber si, de acuerdo con la parte final del artículo 37 del proyecto que establece la Asamblea de los tomadores de obligaciones --llamados extrañamente obligacionistas-- que, en algunos casos representa más del 50% del monto total, se puede crear la figura del fiduciario. Asimismo, quisiera saber si ustedes piensan que es necesaria la existencia de dicha figura para que las obligaciones realmente tengan interés por parte de persona o grupos, a los efectos de adquirirlas, es decir, si en definitiva ello contribuye o dificulta su colocación.

SEÑOR OLIVERA.- En lo personal, creo que la figura del fiduciario es un esquema de información --la Ley de Sociedades Comerciales habla de obligacionistas-- que ha resultado superada por la dinámica de los hechos. Es decir que existen otros mecanismos de acceso a la información --ya sea a través de su publicación por parte de la sociedad, mediante auditorías que se realicen en los estados contables o de la calificación del riesgo empresarial-- y, en definitiva, de una serie de medidas que permiten a los tenedores de obligaciones contar con un instrumento más eficaz que el que surge de la figura del fiduciario. No obstante ello, creo que no se trata de que deba descartarse totalmente y, en ese sentido, tal vez lo que dice el señor Senador Batlle con respecto a que la sociedad puede tener siempre la contingencia o el riesgo de que le nombren un síndico interno debería ser evitado. Posiblemente habría que

remover sus facultades y no la figura en sí ya que ésta podría crearse unilateralmente por parte del emisor, pero sin que exista el riesgo de que, en última instancia, le sea impuesto por los acreedores.

SEÑOR PRESIDENTE.- Agradecemos la presencia de los representantes de la Bolsa de Valores Electrónica.

SEÑOR VAN TIENHOVEN.- Muchas gracias.

(Se retira de Sala la delegación de la Bolsa de Valores Electrónica)

(Ingresa a Sala una delegación de la Asociación de Bancos del Uruguay)

SEÑOR PRESIDENTE.- Damos la bienvenida a quienes representan a la Asociación de Bancos del Uruguay. Tal como expresamos a la anterior delegación, el "modus operandi" de la Comisión es escuchar las exposiciones que deseen realizar los visitantes y luego los señores Senadores pueden formular las preguntas que crean pertinentes.

SEÑOR GARCIA AROCENA.- Queremos expresar que tenemos mucho gusto en venir a esta Comisión para dar nuestro punto de vista sobre el proyecto de ley en cuestión.

En principio, estamos de acuerdo con lo que propone esta iniciativa, aunque nuestra mayor preocupación, luego de haber leído la prensa, tiene que ver con el interés que tienen los corredores de bolsa en que los bancos no participen del mercado, tal como está establecido en el proyecto de ley.

Cabe señalar que la tendencia en el mundo en relación con la banca es que los bancos sean comerciales y de inversión. En Estados Unidos, desde la época de la depresión, en el año 1933 --en que los bancos eran sólo comerciales-- esta situación se ha revertido y ahora las instituciones bancarias están autorizadas a comprar acciones, obligaciones y a hacer "underwriting", que fue la gran

competencia que tuvieron los bancos americanos, con los europeos y japoneses.

En cuanto a los límites que pueden tener los bancos en lo que respecta a la compra de acciones y obligaciones --preocupación válida de todo el mundo-- cabe acotar que, hoy en día, el límite para los préstamos corresponde a un 25% de su capital. Aunque nadie dijera nada, sería el mismo límite porque comprar obligaciones es, de alguna manera, tener una obligación de las empresas para con el banco. Sin embargo, estamos de acuerdo con la posibilidad de establecer otros límites diferentes --de hecho el Banco Central podrá hacerlo-- como se hace en otros países del mundo, según las calificaciones. Por ejemplo, en Suiza, es normal que se establezcan distintos porcentajes según la calificación y teniendo en cuenta si son acciones u obligaciones.

Hoy en día, el Banco Central establece un plazo de 30 días para los "underwriting", para que puedan colocarse los papeles en el mercado. Consideramos que se trata de un período muy corto, por lo que nos gustaría que se fijara un plazo de 180 días para dicha colocación, aun cuando no podamos intervenir de un modo permanente.

Queremos poner énfasis en algo que es, a nuestro juicio, fundamental y que está contemplado en este proyecto de ley. Me refiero a la calificación de los riesgos. Creo que es muy importante que la gente que invierta en el mercado sepa en lo que está invirtiendo. Para ello es necesario que haya organismos, controlados por el Banco Central o por quien corresponda, que estudien y califiquen de una manera continua --todos los años-- y muy dinámica. En este sentido, debemos decir que el año pasado contamos con muchos ejemplos en plaza, con papeles que han resultado malos; una cantidad de gente ha invertido y tenido una fea experiencia, por lo que podrán no mostrarse muy entusiastas con respecto a volver al mercado en el futuro.

Por supuesto, recién se están dando los primeros pasos

en lo que tiene que ver con el tema, por lo que aún no hay calificación y controles. Todos dependen un poco de la buena o mala información de la gente que ofrece los papeles.

Es todo lo que quería manifestar. No deseo ingresar ahora en el articulado del proyecto de ley. Simplemente, señalo que la preocupación mayor de los bancos es que, si se quiere construir un mercado financiero fuerte, diferente al actual, se contemple la participación de los bancos --lo que es muy importante--, con todos los controles que se quiera establecer.

SEÑOR BENSION.- Me queda muy poco para agregar a lo que ha dicho nuestro Presidente.

Solicitamos ser recibidos por esta Comisión exclusivamente para expresar nuestra posición sobre el artículo 49 del proyecto de ley que está a consideración en este momento.

El resto del articulado hace a temas que, si bien son de interés general de los bancos, no serán objeto de una definición por parte de la Asociación de Bancos.

Quiero complementar muy brevemente lo que acaba de expresar el señor García Arocena. Por lo tanto, me permitiría hacer primero una breve reseña sobre el pasado inmediato de esta cuestión, porque creo que es un dato importante a la hora de considerar esta iniciativa o, más específicamente, el artículo 49.

La prohibición de que los bancos tengan acciones y obligaciones de empresas privadas, que se está discutiendo, surge en el país como una de las tantas consecuencias de la crisis bancaria de los años '60 y fue después institucionalizada a través de la Ley de Intermediación Financiera del año 1982, en la que expresamente existe un inciso que la reafirma. De ahí en más, el otro antecedente importante a tener en cuenta es la Ley N° 16.327 de fines del

año 1992, que estableció algunas reformas a la ley citada anteriormente. Simplemente para ubicarnos, me permito recordar que el proyecto del Poder Ejecutivo había incluido la derogación de la prohibición en cuestión, estableciendo un tope del 25% del capital de los bancos, si no recuerdo mal.

Este tema fue objeto de discusión en el Parlamento y, como consecuencia, la solución legislativa fue distinta a la propuesta por el Poder Ejecutivo. Se mantuvo la prohibición tal como venía desde 1982 y sólo se estableció una excepción en el sentido de que se permitía a los bancos tener acciones de los bancos de inversión que habían sido creados por una ley de 1990. Lo que uno puede interpretar de esa ley es que el Parlamento en ese momento optó por mantener la prohibición en su forma original, levantándola únicamente en el caso de que los Bancos Comerciales se decidieran a integrar total o parcialmente actividades de bancos de inversión.

La realidad que existe hoy en el país desde el punto de vista normativo, claramente no ha funcionado, más allá de las opiniones que se puedan tener al respecto. Hoy, a cinco años de creados los bancos de inversión y a casi tres años de la solución legislativa de reforma a la ley de 1982, está claro que la posibilidad de crear bancos de inversión, tal como fue prevista en la ley, no ha funcionado en la práctica. No hay ningún banco de inversión en Uruguay y tampoco ha habido ninguna solicitud para su instalación.

En consecuencia, lo que en su momento fue una forma de intentar solucionar el problema, no ha sido efectiva. Creo que este es un dato muy importante que hay que tener en cuenta ahora, en momentos en que se vuelve a discutir sobre el mismo tema.

También me permitiría agregar alguna consideración con respecto a los argumentos que en general se manejan para fundamentar esta prohibición, por lo menos en el momento actual. Diría que --por lo que se lee, lo que se ha

manifestado y se conoce-- hay tres tipos de argumentos en favor de la prohibición. Uno de ellos se refiere a la inconveniencia de que los bancos se involucren en las actividades de las empresas que van a ser propietarias de acciones u obligaciones. Está claro que esto no debería ser así, pues la propia ley de intermediación financiera establece que los bancos no pueden realizar ningún tipo de actividades que no sea la bancaria. Asimismo se mantiene una incompatibilidad muy severa de relación de créditos, u otro tipo, con empresas a las que estén vinculados los Directores, Gerentes o Asesores.

Por otra parte está claro que los bancos, como cualquier empresa, tienen una cierta especialización y la que sirve para un negocio puede no servir para otro. Seguramente habrá que descontar que la vocación de los bancos no será la de ponerse a dirigir otro tipo de negocios, aun cuando esto estuviera permitido. Sin embargo, repito que está expresamente prohibido por la ley, en otro de los incisos de este artículo 18.

Otro tipo de argumentación parece insistir en el hecho de que las acciones y obligaciones son activos más riesgosos que los créditos. Esto está expresamente dicho en un documento que creo --por la información aparecida en la prensa-- que la Bolsa de Valores debe haber entregado en esta Comisión. Allí la Bolsa de Valores se opone al levantamiento de esa prohibición sobre la base de que este tipo de documentos --acciones u obligaciones-- son activos riesgosos que pondrían en peligro la estabilidad de las instituciones bancarias. Más allá del argumento teórico que enseguida voy a analizar, primeramente quisiera dejar una constancia que nos parece ineludible desde el punto de vista institucional. Parece sorprendente que este tipo de razonamiento --más allá de que se comparta o no-- provenga de la Bolsa de Valores, pues se supone que ésta tiene como misión fundamental transar acciones y obligaciones. De modo que la conclusión nos parece no sólo equivocada, sino además inconveniente desde el punto de vista institucional. Yendo al fondo del argumento debo

manifestar que no conozco estudios --me atrevería a decir que deben ser muy difíciles de probar-- que establezcan que las acciones son activos más riesgosos que algunas otras formas de activos. Es cierto que este es un terreno muy opinable en el que se pueden establecer distintas situaciones y traer a colación varios ejemplos. Si tomamos la Bolsa de Valores en el Uruguay --aclaro que no soy especialista en el movimiento de la Bolsa-- me atrevería a decir que hay acciones que a lo largo del tiempo han tenido un desempeño muy satisfactorio para sus tenedores. En los últimos años se han colocado en forma muy satisfactoria distintos tipos de obligaciones por parte de empresas uruguayas. Por otro lado, todos sabemos que los créditos están sujetos a distintos avatares de la vida económica. En realidad, creo que el argumento correcto desde este punto de vista, es el de asociar el riesgo de un activo financiero al sector y/o empresa a que ese activo está vinculado. La acción de una empresa que trabaja en un determinado sector puede ser más riesgosa que la de otra acción de otra empresa en otro sector y así sucesivamente. En principio, creemos que hacer distinciones a priori entre el mayor o menor riesgo de un cierto activo financiero, es un razonamiento equivocado.

Existe un tercer tipo de argumento que debe haber influido mucho en la crisis de los años '60 --por lo menos, por lo que he podido leer-- y es la dificultad de valuación de determinado tipo de activo financiero, concretamente, de ciertas acciones u obligaciones. Está claro que cuando las acciones u obligaciones se emiten a través de la Bolsa, el tema de la valuación es cierto, pues hay una cotización que allí se da y por lo tanto es de dominio público y no ofrece ningún tipo de dificultades. En realidad, para los pocos casos en que los bancos tienen o pueden tener en su Cartera valores que se cotizan en Bolsa, la norma del Banco Central es muy clara pues obliga a valuar esos valores a la cotización del mercado correspondiente. Hecha esta precisión en el sentido de que hay determinado tipo de acciones u obligaciones que se transan en Bolsa y tienen una cotización perfectamente determinada, es importante recordarle a los

señores Senadores que la valuación de un crédito es un proceso dinámico, sujeto a cambios. En principio, los bancos tienen en sus Libros los créditos por el valor pactado con sus clientes. Sin embargo, hay todo un proceso dinámico establecido por el Banco Central que forma parte de lo que es la operativa bancaria normal de hoy en día, por la que los bancos tienen que estar permanentemente evaluando la solvencia de las empresas a las que les han realizado préstamos, en función de distintos indicadores objetivos y subjetivos. Eso determina que, por lo menos dos veces por año, se realice un proceso en el que los créditos pueden ser rebajados de categoría y de calificación y, por lo tanto, en su valuación a los efectos del balance. La valuación de los créditos bancarios es un proceso extremadamente dinámico que permanentemente está sujeto a distintas formas de contralor. Un banco valúa su crédito en función de estos criterios a que he hecho referencia pero, además, su decisión luego es controlada por los auditores externos. En los últimos tiempos ha habido casos en los que hubo desencuentros en los criterios a aplicar por los bancos y entre los auditores con respecto a estos temas. Por último, el propio Banco Central establece una forma de control final y decisivo, en relación a los criterios que siguen los bancos y las auditorías para valuar los créditos. Estoy tratando de trasmitir la idea de que ni las acciones u obligaciones presentan grandes dificultades de valuación, ni los créditos tienen una forma de valuación congelada que quede a salvo de los avatares económicos.

Como conclusión de estas observaciones de carácter primario y parcial quisiera dejar sentada la idea básica de que la actividad bancaria y su regulación en la actualidad --cada vez con mayor énfasis-- tiende a orientarse en base a dos o tres principios fundamentales. Me atrevería a resumirlos diciendo que los bancos pueden realizar distintos tipos de actividades. Lo que es esencial a los efectos de regular esas actividades, es la transparencia de la información y la dispersión del riesgo. Estos son principios básicos que cada día se revelan como más importantes, a

efectos de regular y orientar la actividad bancaria moderna en todos los países. En este mismo sentido me permito recordarles a los miembros de la Comisión, algo que está planteado en la exposición de motivos del Banco Central y que seguramente los señores Senadores conocen. Uruguay está inmerso en el MERCOSUR, en un proceso de apertura generalizada que todos conocemos, que tiene distintas características pero que claramente, entre otras cosas, obliga al país a adaptarse dentro de sus posibilidades al entorno regional y mundial en que se está insertando. Esta prohibición, establecida por los bancos en la década del 60 y reafirmada en las dos instancias legislativas a que hice referencia, es claramente una desventaja en términos de regulación del sistema bancario frente a otras realidades de la región y del mundo. Tal como establece la exposición de motivos del proyecto y como lo recordara en esta Comisión el Presidente del Banco Central, el contador Pascale, la tenencia de acciones y obligaciones por parte de los bancos es una actividad permitida en la mayoría de las legislaciones, más concretamente en las de índole bancaria de Argentina y de Brasil. De modo que este asunto también está vinculado con lo que puede ser el grado de capacidad de competencia del sistema bancario frente a los otros de la región.

El tema del MERCOSUR en el sistema financiero todavía no se ha discutido en profundidad; simplemente se ha hecho una primera aproximación. Seguramente, forma parte de un sector de servicios que no integra la primera línea de preocupación de los gobiernos, que hasta el momento se han concentrado en el intercambio de bienes. No obstante, claramente nos dirigimos hacia una forma de integración de los sectores de servicios en general, particularmente los del sistema bancario. Una de las formas de competir con los otros países es mediante el marco regulatorio de estos sectores.

Esta discusión ya se había dado anteriormente, y más tarde o más temprano la vamos a tener que reeditar en caso de que se mantenga esta prohibición en el país. Reitero, en

un futuro inmediato los sistemas bancarios en el MERCOSUR van a competir, entre otras cosas, de acuerdo con el marco regulatorio a que estén sujetos. De mantenerse esta prohibición, los bancos uruguayos estarán en desventaja frente a los de otros países. Entonces, en un futuro cercano podría suceder que bancos argentinos o brasileños tengan en su cartera acciones u obligaciones de empresas uruguayas y estén en condiciones de entablar ciertos negocios con dichas empresas, lo que no podrán hacer nuestros bancos. Esta es una reflexión muy importante, más allá del tema específico que estamos tratando. En puntos como este se está jugando la competencia en el sistema de regulación, que no debemos perder de vista dada la inminencia del proceso de integración en el que estamos inmersos.

Estas eran las consideraciones que queríamos hacer para complementar la información brindada por nuestro Presidente.

SEÑOR BATLLE.- El artículo 49 que estamos analizando junto con los representantes de la Federación de Bancos establece que los bancos podrán efectuar inversiones en acciones, obligaciones negociables y otros valores emitidos por empresas privadas. Quiere decir que en todos los casos estamos hablando de autorizar a los bancos a realizar inversiones en acciones o en obligaciones con fondos propios. ¿Es para eso que los bancos reclaman la autorización para actuar en el mercado; para invertir en acciones?

SEÑOR BENSION.- En realidad, hemos concurrido a la Comisión a expresar nuestro apoyo al proyecto, tal como fue enviado por el Banco Central. En él se establece la posibilidad de invertir en acciones u obligaciones.

SEÑOR BATLLE.- Entonces, a los bancos les parece adecuado tener la facultad de invertir en acciones. Esta expresión supone que los bancos utilizarían fondos propios de sus depositantes para invertir en acciones. ¿Quién invierte en acciones? ¿El banco, o éste por cuenta de terceros? No, el que invierte es el banco. Quiere decir que la banca considera

necesario contar con la posibilidad de invertir en acciones. Por tanto, en ese punto la Asociación de Bancos concuerda con el artículo 49 del proyecto.

SEÑOR BENSION.- Personalmente, presentaría el tema de una forma ligeramente distinta, aunque la conclusión fuera la misma. Lo que los bancos consideran inconveniente es el mantenimiento de la prohibición absoluta en los términos actuales. En consecuencia, dentro de esa línea de razonamiento piensan que el levantamiento de dicha prohibición brinda una posibilidad de colocación de fondos propios o de terceros en ambas formas de inversión --acciones u obligaciones--, lo que constituye una opción interesante en determinadas circunstancias. Tal como lo dijo nuestro Presidente, entendemos que no es conveniente plantear esta facultad en términos absolutos y sin ninguna limitación, puesto que para otros riesgos --ya sean de cambio, bancario o de futuro-- sí existen limitaciones. Estas pueden estar referidas, por ejemplo, a los porcentajes que podrían invertirse en este tipo de papeles.

SEÑOR BATLLE.- Formulé esta pregunta porque aunque la respuesta se desprende claramente del texto, a mi juicio, invertir en acciones supone una situación distinta a la de invertir en obligaciones. Esta última significa, prácticamente, un crédito contra un particular que adquiere la forma de una obligación, en lugar de ser simplemente un crédito bancario con garantías a satisfacción del banco. En cambio, invertir en acciones supone una participación que puede llegar a ser de dirección de una empresa sólo por el hecho de ser tenedor de la mayoría de ellas. No obstante, se puede llegar a esa situación por vía indirecta, como en el caso de tomar un préstamo bancario poniendo como garantía las acciones de la sociedad que lo solicita. Podría haber una ejecución del crédito por vía accionaria, en cuyo caso no sé bien qué establece la ley que debe hacer el banco si entre sus activos hubiera acciones. ¿Las tiene que vender o las puede guardar?

SEÑOR BENSION.- Debe venderlas dentro de un determinado plazo. De la misma manera, si por recuperación de un crédito un banco se hace propietario de un inmueble que no utiliza para su giro, debe venderlo dentro de un cierto lapso. Creo que en el caso de los inmuebles el plazo es de un año.

SEÑOR BATLLE.- Entonces, desde el punto de vista de la competencia en el MERCOSUR, me parece que la apreciación referida a las obligaciones es válida. En cuanto a la de las acciones, es un poco más dudoso. A veces puede ser perjudicial para un banco tener un porcentaje importante de su capital --aunque esté dentro de los límites del 25%-- colocado en la tenencia de acciones de sociedades que no maneja ni controla; mientras que en el caso de las obligaciones es algo distinto. No tendría ningún inconveniente en autorizar a los bancos a que manejen obligaciones, pero no pienso lo mismo con respecto a las inversiones en acciones.

SEÑOR GARCIA AROCENA.- En otros países, en particular en Argentina, los bancos pueden tener acciones, pero el porcentaje de cada compañía está limitado; no estoy seguro, creo que es el 20%. O sea que el banco, dentro del límite del 25% de su patrimonio, puede invertir en acciones sin sobrepasar el 20% de alguna compañía en particular. Esto es, precisamente, para evitar que el banco tenga el control de la empresa.

SEÑOR BENSION.- Obviamente, las acciones y las obligaciones son cosas distintas. En cuanto a la posibilidad de que mediante la tenencia de acciones un banco pueda ejercer una posición mayoritaria dentro de una empresa, el propio Banco Central podría poner una limitación en caso de entender que esta situación resulta inconveniente en determinadas circunstancias.

Si no recuerdo mal, según un decreto que se firmó en el Gobierno anterior --el propio señor Senador Posadas Montero era entonces Ministro de Economía y Finanzas--, se

estableció una limitación de este tipo para la eventual tenencia de acciones que pudieran tener los bancos de inversión. Obviamente, los bancos de inversión no podían tener acciones más allá de un determinado porcentaje de sus capitales, pero además, cada acción no podía ser mayor a cierto porcentaje del total de las acciones de esa empresa.

De modo que si esa fuera una de las preocupaciones, creo que perfectamente se podría salvar a través de la reglamentación del Banco Central o de una norma de carácter final que estableciera la propia ley.

SEÑOR GARCIA AROCENA.- Actualmente, lo que a los Bancos interesa más a nivel internacional es el "underwriting". Esto quiere decir que determinada empresa ofrece al Banco que coloque su capital. El Banco lo toma y en un plazo equis, que puede ser de seis meses o un año, va colocando el dinero y por esa gestión cobra una comisión que, en general, es muy interesante. Pienso que si se permite que los bancos puedan tener acciones, van a tender a hacer ese negocio, porque no creo que les interese comprarlas y vender en la Bolsa. Lo mismo sucede en el caso de las obligaciones, ya que lo interesante es colocar una cifra importante, como se hace con los Bonos del Tesoro que, normalmente, el Banco Central recoloca entre sus clientes. Ese es el negocio que los bancos hacen internacionalmente y que queremos realicen también en el Uruguay.

SEÑOR PRESIDENTE.- Si mal no recuerdo, hacia fines del Gobierno de facto se emitió una norma por la que se imponían determinadas obligaciones a las empresas que tenían créditos de los bancos cuando los Directores eran comunes o accionistas. Quisiera saber si esas disposiciones están vigentes todavía o si ya se derogaron.

SEÑOR BENSION.- Si es la misma que recuerdo en la propia Ley de Intermediación Financiera de 1982, en este mismo artículo 18 que establece las prohibiciones, hay una disposición expresa que prohibe los créditos de los bancos a empresas

vinculadas a Directores, Gerentes, Asesores, etc. Entonces, cuando esa norma fue emitida, obligó a cancelar los créditos que estaban vigentes en el momento de la aprobación de aquella y otorgó un plazo determinado.

SEÑOR PRESIDENTE.- Creo que en aquel momento se produjo la conversión obligatoria a dólares.

SEÑOR BENSION.- La conversión obligatoria a dólares fue, si no recuerdo mal --estoy citando de memoria, de modo que pido se me corrija si cometo alguna inexactitud--, una "sugerencia" --entre comillas-- del ES.MA.CO. militar, a propósito de los créditos del sector agropecuario. Después, incluso, creo que tomó forma de decreto del Poder Ejecutivo.

SEÑOR BATLLE.- El doctor García Arocena ha hablado del interés que tiene la Banca en participar en operaciones de "underwriting", tanto para la colocación de obligaciones como de acciones. En ese caso, la Banca no está invirtiendo absolutamente nada, sino que simplemente está haciendo el "underwriting".

SEÑOR GARCIA AROCENA.- Al hacer el "underwriting" asegura a la empresa que si no coloca las acciones, las compra el Banco. Entonces, a éste le puede insumir determinado tiempo, o tal vez hay acciones que no puede colocar.

SEÑOR BATLLE.- Quiere decir que, dado que la Banca tiende a vender más servicios que a alquilar dinero, siente como algo imprescindible expandir el horizonte de sus actividades de servicios para poder tener ingresos que, por el mecanismo normal y natural de los créditos, no son los que se prevén como más importantes. Estoy de acuerdo.

Ahora bien, el "underwriting" supone básicamente que no hay una inversión del Banco. Puede, subsidiariamente, en función de que un "underwriter" haga una especie de obligación expresa de que lo que no se coloque quedará a su disposición, constituir una operación que derive en que parte

del capital de obligaciones ofrecido o de acciones pase a poder del Banco. De cualquier manera son dos operaciones distintas: la posibilidad de dar a los bancos la participación en el mercado haciendo un "underwriting" y la de que hagan inversiones en obligaciones y en acciones.

No sé si la limitación de la que hablaba el contador Bension podría resolver los problemas que me planteo, pero me parece que para la propia salud de la banca, lo mejor sería que no pudiera invertir en acciones; sí que pudiera hacer "underwriting" y luego ver qué hacer con el saldo de aquel capital que no se pueda colocar en el plazo del "underwriting", es decir si se devuelve, si se ofrece en la Bolsa o si se le encuentra otro destino. Pero para la propia salud de los bancos, me parece que sería mejor que no pudieran invertir en acciones. Digo esto por muchas razones. No es un problema del 20% del capital accionario de una empresa, ya que el 20% de uno más el 10 de otro puede ser fundamental en las decisiones de una empresa. No hay nada más peligroso que la tentación y, en esta materia, me parece que la salud del sistema financiero uruguayo en el MERCOSUR tiene mucho más valor que la posibilidad de tener un porcentaje colocado en acciones. Porque básicamente las empresas tampoco desean que el capital accionario esté en manos de un banco ni en un 20%. Pretenden mucho más dispersar el riesgo de las asambleas haciendo que los accionistas sean miles y que no haya en una de ellas un 20% de un banco; un 20% representado por un banco en una asamblea significa mucho más de lo que es cuantitativamente. No sé si desde el punto de vista de la salud de los bancos es bueno que tengan la posibilidad de invertir en acciones. Regular el "underwriting" en el saldo no colocado para establecer plazos y formas de diluirlo puede ser como una especie de "bypass" aplicado a la situación. Pero no me parece que sea conveniente, reitero, para la Banca del Uruguay, autorizarla a invertir en acciones, porque cuando legislamos debemos prever todas las posibilidades y situaciones, y creo que en materia bancaria debemos ser un poco más conservadores que en otros órdenes.

SEÑOR PRESIDENTE.- Creo que, involuntariamente, nos estamos deslizando hacia la discusión del proyecto en sí. Por otra parte, se encuentra en Antesala una delegación de la Inspección General de Hacienda que ha solicitado ser recibida por esta Comisión.

Por lo tanto, no habiendo más consultas que realizar, agradecemos la presencia y el aporte de los representantes de la Asociación de Bancos del Uruguay.

(Se retira de Sala la delegación de la Asociación de Bancos del Uruguay)

(Entra a Sala la delegación de la Inspección General de Hacienda)

SEÑOR PRESIDENTE.- La Comisión da la bienvenida a nuestros invitados y les ofrece el uso de la palabra.

SEÑORA HOLTZ.- Creo que es conveniente hacer algún tipo de consideración general respecto al proyecto de ley referido al mercado de valores.

Vale la pena tener presente que la Inspección General de Hacienda tiene, como uno de sus cometidos, el de asesorar a los poderes públicos, por lo que pienso que no me excedo al tomarme estas atribuciones. Sin embargo, en beneficio de todos los presentes, voy a ser breve.

Desde el punto de vista legislativo, cuando hablamos del Mercado de Capitales hay que tener en cuenta algunos temas centrales que son aspectos que cualquier proyecto debe abarcar. Existen, por otro lado, asuntos laterales que responden a necesidades de cada régimen.

Los temas centrales comprenden la estructura orgánica de control y regulación del mercado y de los sujetos intervinientes --me refiero tanto a las Bolsas como a los intermediarios y a los emisores--, así como al régimen de los

valores que se van a transar en dicho mercado de capitales. También se agregan algunos conceptos generales, como el de la oferta pública y los valores y pocos temas más.

Colateralmente puede existir --como en nuestro caso-- un régimen especial para la emisión de obligaciones negociables o títulos escriturales o algunos otros elementos, que pueden existir o no.

En cuanto al aspecto estructural del mercado de capitales --que ya mencioné-- creo que vale la pena tener presente que junto con la adopción de la normativa se está plasmando una filosofía del Legislador. Cuando nos referimos a filosofías o políticas legislativas, debemos optar entre distintas alternativas de regulación posibles. En este contexto me parece útil encuadrar este proyecto en lo que es la tendencia mundial y zonal. Me refiero al MERCOSUR y a una ley muy citada como antecedente de este proyecto, como es la que establece el régimen chileno, así como a alguna otra normativa que pueda ser valiosa para nosotros.

Si bien existen algunos matices, la tendencia general mundial ha sido ir desregulando, en el sentido de ir quitando el peso del Estado como partícipe directo en el mercado de capitales. Señalo como ejemplo que en el sistema español se ha ido abandonando el régimen tradicional según el cual las Bolsas eran exclusivamente estatales y el propio Estado intervenía directamente como agente económico del mercado de valores. Reitero que estas tendencias se han dejado de lado, permitiendo que los agentes económicos sean los únicos actores, si bien se aplica un control con distintos matices. Sin embargo, mercados muy importantes como el de Japón, Alemania y Francia todavía mantienen contralores estatales muy intensos, lo que lleva a señalar un hecho que nadie desconoce y es que la intensidad de la actividad del mercado de capitales no está, necesariamente, en relación directa con la desregulación o la baja de los contrôles estatales que se establezcan normativamente. Existe una cantidad de factores reales de la actividad económica que exceden

cualquier marco normativo, que refieren a una cantidad de aspectos que a veces coadyuvan con los mencionados factores reales, a los efectos de dinamizar o no un mercado; sin embargo, no es el elemento decisivo.

Cuando digo que la tendencia conduce a la desregulación, estoy hablando en términos generales. Sin embargo, en el marco mundial, hay algunas tendencias que se mantienen o incrementan. Por ejemplo, la necesidad de la información se multiplica a la enésima potencia; ha aumentado notoriamente la exigencia de información de parte de todos los agentes que intervienen en el mercado de capitales. Asimismo, se refuerzan las seguridades del inversor; pero con esto no digo que el Estado le garantice algo. Dicha seguridad está vinculada a la información que se le brinda, a la transparencia del mercado --que es un elemento central-- y a caracteres de la publicidad que se admite --existe un control de lo que se publicita-- para adecuarla a la realidad de los elementos que se transan. Existe, si se quiere, una responsabilización coadyuvante hacia la disminución de la injerencia del Estado y una actitud similar por parte de los agentes económicos, que es el contrapeso de una mayor liberalización. Esto, a nivel mundial.

En lo que tiene que ver con el MERCOSUR, por ejemplo en los últimos años Argentina ha ido disminuyendo el peso de los controles, incluso del Estado, en el mercado de capitales. A su vez Brasil mantiene un régimen sumamente severo y restrictivo en esta materia y Paraguay posee un sistema normativo muy parecido al de Argentina, aunque un poco más sencillo, acorde a la realidad de su mercado.

La realidad uruguaya es un caso único en el mundo, ya que todavía no se ha establecido un régimen normativo, orgánico y unitario sobre el mercado de capitales y más allá de las circulares del Banco Central que de alguna manera regulan las Bolsas de Valores, no existe al respecto un sistema de controles organizado. A esto debemos agregar el Acta de Colonia, en materia de MERCOSUR, como un elemento que

pauta ciertas obligaciones para el país, incluso a nivel legislativo.

Quiero mencionar el caso chileno debido a que se cita la ley que en dicho país regula el mercado de capitales como una de las fuentes más inmediata de este proyecto que estamos analizando. Y sin duda lo es ya que si revisamos su texto podremos advertir que se han recogido muchas de sus disposiciones. Pese a ello, el espíritu de la ley chilena es muy restrictivo en materia de mercado de capitales, pues se trata de un régimen muy rígido en cuanto a exigencias para los agentes, de inscripción, para la registración y de controles de información, entre otros aspectos. No debemos confundirnos pensando que el régimen chileno es muy abierto y flexible porque, por el contrario, es más rígido que el sistema vigente en Argentina.

Si analizamos las características generales del proyecto luego de efectuadas estas consideraciones, comprobaremos que resulta claramente más liberal y más flexible que los que se manejan a nivel del Cono Sur. Creo que en un enfoque general como éste no corresponde ni es bueno profundizar y desmenuzar cada uno de los aspectos del articulado. En ese sentido, esa liberalidad se nota en el hecho de que el registro de valores, en principio está previsto como automático para el caso de valores tasados en Bolsa y que están solicitando cotización bursátil. Los que tienen un régimen facultativo para el Banco Central, que está previsto como un organismo de control, son únicamente aquellos que se transan extrabursátilmente. Por otro lado, debo manifestar que la autoridad de control no lleva un registro de intermediarios. El régimen sancionatorio directo para los que operan a través de la intermediación de la Bolsa es aplicado por ésta, debido a que existe una preservación de la autorregulación de las Bolsas que está muy marcada en este proyecto y no existe un régimen similar en ninguno de los regímenes comparados del Cono Sur. El sistema más parecido es el argentino, a pesar de que es más estricto que este proyecto que estamos estudiando. También es aliviado en

cuanto al régimen de requisitos. Desde ese punto de vista, hay toda una técnica legislativa que no los establece porque dispone que luego la reglamentación fijará las exigencias para los distintos agentes, emisores, intermediarios y demás. Entonces, en este aspecto, se nota una flexibilización con respecto a las soluciones comparadas.

Por otro lado, en otro tema también se nota una solución más flexible y es la que tiene que ver con las obligaciones de información, tema en el cual se establece un principio muy general, atendiendo sólo a la transparencia de los mercados, la competitividad y la autorregulación de las Bolsas. No se fijan cuáles serán los mínimos de información o ciertos rasgos básicos de la información que pueden llegarse a requerir, por ejemplo, a los emisores con respecto a los valores, a la situación societaria y a los cambios estructurales. Lo único que se previó es que el emisor tendrá que comunicar o hacer conocer la información esencial para un inversor diligente, expresión que resulta muy parecida a la empleada por la ley chilena.

Por lo tanto, las estructuras básicas del proyecto de ley son, sin duda, más flexibles, lo que obedece a una política legislativa y a una realidad. Esta iniciativa se ha concertado entre los distintos agentes que hoy intervienen en el mercado de capitales. De alguna manera, mientras, por un lado, se siente que es preciso regular el mercado, por otro, se han tenido en cuenta las distintas necesidades de los sectores afectados.

A esto se debe agregar, todavía, una realidad del mercado: la política de fondo es dinamizar el mercado de capitales. Ese es el elemento inspirador de las soluciones de fondo del proyecto y es lo que trata de lograr. Sin duda, este mercado de capitales uruguayo, en lo que se refiere a títulos privados, es casi inexistente. Sobre eso no pueden caber dudas. Si se entiende desde el punto de vista político que es conveniente y útil dinamizarlo, uno de los instrumentos aplicables debería ser el normativo.

Por otro lado, pienso que vale la pena mencionar algunas soluciones técnicas que incorpora esta iniciativa. Me refiero, por ejemplo, al tema de las obligaciones negociables, que debemos examinar con un perfil más técnico en cuanto a si colide con la Ley de Sociedades Comerciales y cómo se armoniza con su proyecto de reforma. Otro aspecto técnico es el de los títulos escriturales que merece consideraciones muy específicas debido a su complejidad. También hay algunas soluciones de carácter político que se recogen de forma implícita en el proyecto; digo esto porque se admite que hay un mercado extrabursátil. Todos sabemos que el mercado primario es netamente extrabursátil y en los hechos en este proyecto se está admitiendo su existencia cuando se prevé la inscripción en el registro de valores que no cotizan bursátilmente. En mi opinión, esto implica una filosofía determinada. De la misma manera, se adopta cierta tesitura cuando se deroga la prohibición del artículo 18 del Decreto-Ley Nº 15.322, con respecto a las entidades de intermediación financiera y su eventual participación en la adquisición de activos financieros que se ofrecen en el mercado de capitales.

Constituye un elemento novedoso el hecho de que se prevea que los intermediarios del mercado de capitales pueden actuar por cuenta propia, porque hasta ahora eso no ha sido así. Aclaro que digo esto haciendo referencia a elementos que implican una estrategia y una filosofía legislativa. Reitero, se adoptaron soluciones más liberales que las existentes al día de hoy y que las vigentes en el contexto legislativo en que nos encontramos.

Para culminar esta sintética exposición general, voy a poner el énfasis en dos elementos respecto de los cuales tomo posición desde el punto de vista institucional y que, en mi opinión, deberían ser tenidos en consideración. Sin perjuicio de la autorregulación y de que la actividad de los agentes económicos privados sea incentivada, creo que es importante ver cuál será el órgano de control, porque aquí se abre todo un tema estructural en el cual se nos plantean una cantidad

de alternativas posibles, y al respecto existe un mínimo que debería contemplarse. A vía de ejemplo, podría decirse que el órgano de control tuviera la información respecto a todos los agentes que se vinculan con el mercado de capitales. Actualmente, esto no está previsto de esa manera, ya sea porque no toda la información de los emisores llega al Banco Central del Uruguay --pues, en principio, quien maneja todo el caudal de información de los emisores de valores, cuyas cotizaciones son bursátiles, es la propia Bolsa de Valores de que se trate y no el órgano de control-- lo que también ocurre con los intermediarios. Es más: ni siquiera está contemplado un registro de intermediarios.

Por lo tanto, creemos que, institucionalmente, la Comisión podría considerar el replanteo de este punto. Quiero aclarar que no me refiero a otros puntos mayores que serían, sin duda, mucho más urticantes. Precisamente, en otros regímenes las responsabilidades de los agentes del mercado de capitales es muy distinta de la que se contempla en este proyecto. Me refiero a responsabilidades personales y patrimoniales que, por distintas razones en nuestro medio y en nuestra realidad no se han previsto en el texto del proyecto de ley. En ese sentido, Chile --lo menciono a vía de ejemplo porque es una de nuestras fuentes más directas-- prevé, no ya para las Bolsas que, de por sí, tienen un patrimonial mínimo necesario, sino para los intermediarios, un mínimo de responsabilidad patrimonial constituida en el país, que se incrementa sensiblemente cuando ese intermediario actúa por cuenta propia. Advierto que menciono este caso, si se quiere, anecdóticamente; parecería un mínimo necesario que toda la información respecto a los agentes y a los valores estuviera realmente en poder del órgano de control.

El otro elemento sobre el que quiero hacer hincapié es que el proyecto ha olvidado o ha dejado muy atrás al inversor. Respecto a éste, como elemento activo y dinamizador del mercado de capitales, únicamente tenemos principios muy generales, tales como los que ya mencioné, es decir, el de

la transparencia de los mercados, su competitividad y la necesidad de información. En lo personal e institucionalmente creo que eso es recomendable, sin necesidad de llegar al extremo de establecer legislativamente en regímenes pesados de obligaciones, toda la obligación que correspondería determinar reglamentariamente. Al menos, pienso que habría que pautar un poco más claramente cómo se perfila esa transparencia, esa necesidad de información y dejar más definido que el inversor va a tener realmente un mercado transparente.

Al respecto, podemos citar un ejemplo más sencillo. En ningún lado está dicho que el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay sea público. Parecería de orden para la transparencia del mercado que esa información del registro de valores y emisores del Banco Central fuera público, tal como ocurre con el Registro Público de Comercio. En ese sentido, otro elemento a tener en cuenta es que no hay ninguna previsión respecto a la publicidad que se realice en el mercado de capitales. Precisamente, lo único que podría incluirse en la norma es que la publicidad debe ser veraz y que el órgano de control podrá indicar su suspensión, en caso de que no se ajustara a los principios de veracidad.

Con respecto a la tutela del inversor, vale la pena mencionar el artículo 6°, por el que se establece el régimen del "insider trading", es decir, aquel por el que se maneja indebidamente información reservada. Parecería que ha quedado muy atenuada la sanción, la prohibición no queda muy nítidamente establecida, pues el artículo 6° dice que deberán abstenerse de utilizar información reservada. Es decir que es mucho más grave que eso. Digo esto porque en todos los regímenes el "insider trading" es absolutamente condenado sin ningún tipo de duda ni cuestionamiento; en esto no hay matices.

En lo que tiene que ver con la protección del inversor, cabe mencionar el principio que sienta el artículo 47 del proyecto de ley, que es el que establece la posibilidad de

la prorroga de la ley y la jurisdicción aplicable. Pienso que debemos poner las cosas en su justo término. Actualmente, en nuestro país ocurre que los emisores extranjeros captan oferta en plaza que es admitida por los inversores locales quienes, de hecho, se despreocupan de cuál es la legislación y la jurisdicción a aplicar. En todo caso, debería tenerse presente que si esto es admisible, por lo menos, para el emisor extranjero, en el caso del emisor nacional que vaya a realizar oferta pública con destino al inversor local no parece muy justificable que haya una prórroga de ley y jurisdicción.

Incluso, esa situación podría entenderse hasta engañosa, porque si el emisor es local, el valor se cotiza en plaza y se transa localmente; no hay ninguna razón para que este inversor se tenga que preocupar conceptualmente acerca de cuál es la ley y la jurisdicción aplicable.

Advierto que quería destacar estos dos puntos centrales respeto a consideraciones generales del proyecto, dejándolo --si se quiere-- a reflexión de esta Comisión.

En relación con otro tema más específico, que se vincula institucionalmente también con la Inspección General de Hacienda, me quiero referir al Capítulo relativo a Obligaciones Negociables y a la armonización de este régimen con la vigente Ley de Sociedades Comerciales.

Quiero señalar que por la Ley N° 16.060 --y, de acuerdo con su decreto reglamentario-- el control de las sociedades abiertas le corresponde a la Inspección General de Hacienda. De hecho, ese control sobre las sociedades abiertas se ejercita, a mi juicio, de una forma bastante eficiente, pues se realiza y no se traba de ninguna manera al agente económico. A ese respecto, debo indicar que la información está centralizada, organizada y ese mecanismo funciona con mucha fluidez.

Este proyecto de ley no altera el sistema de sociedades

abiertas, pero alivia sustancialmente el régimen de obligaciones negociables que prevé la Ley N° 16.060. Vale la pena tener presente que quien emite obligaciones negociables es un emisor que se convierte, automáticamente, en una sociedad abierta.

A nuestro juicio, desde el punto de vista sustancial, los elementos que recoge el proyecto de ley en cuanto a simplificar el sistema de obligaciones negociables, van a permitir finalmente que el emisor nacional --o sea el industrial o comerciante nacional-- acceda a otra alternativa de financiación, además de la bancaria tradicional, ya que elimina la restricción del monto aplicable de sus recursos, es decir, el límite máximo que puede canalizar al mercado de capitales en función de su patrimonial. Cabe indicar que este aspecto ha sido un obstáculo muy marcado hasta el presente. Se elimina la distorsión, la restricción del monto aplicable de los recursos; es decir, se elimina el límite máximo que puede canalizar al mercado de capitales en función de su patrimonial, lo que hasta ahora ha constituido un obstáculo muy marcado. Así se logra aliviar el régimen del fiduciario sobre el cual, en lo personal tengo alguna duda, porque el fiduciario obligatorio es una garantía del inversor. Sin embargo, entiendo también que desde el punto de vista fáctico él implica un costo que no siempre es fácil de absorber. Por esta razón, éste es un tema que merece una consideración especial.

En lo que respecta a las armonizaciones de los controles y al régimen que implica la coordinación de este proyecto de ley con la Ley de Sociedades Comerciales y con la reforma de ella que se proyecta, cabe señalar que en la Inspección General de Hacienda está funcionando una Comisión --conjuntamente con el Banco Central-- que cumple una función de evaluación y que se encuentra en disposición de ilustrar sobre algunos problemas que se podrían evitar durante el trámite legislativo de esta iniciativa, en especial cuando se ingrese en la consideración de sú articulado.

Es importante que se tenga claro que la idea es no entorpecer la actividad de los agentes en este ámbito y establecer un régimen de control sencillo, de modo que el usuario no perciba un Estado pesado ante el cual debe presentarse 500 veces en distintos lugares y oportunidades, con formularios, etcétera. Este es el ánimo de este trabajo realizado conjuntamente con el Banco Central. Se pretende establecer de antemano un régimen armonioso de funcionamiento sin duplicación de controles, de modo de hacer que el régimen sea eficiente para el usuario.

Adelanto que ya se han advertido algunas posibles colisiones en lo que respecta al régimen previsto en el proyecto para obligaciones negociables y el sistema vigente. En aras de una mayor prolijidad, vamos a presentar este proyecto por escrito, colocándonos a disposición para cuando se realice el análisis del articulado.

SEÑOR BATLLE.- Si no entendí mal, ustedes están trabajando en forma conjunta con el Banco Central. Además, nos harán llegar algunos agregados o modificaciones sugeridas al texto del articulado.

En realidad, aún no nos hemos reunido para hablar sobre el modo como continuaremos operando. Ya hemos analizado con el Banco Central algunas modificaciones.

SEÑORA HOLTZ.- A nosotros nos llegaron, incluso, las sugerencias de modificaciones.

SEÑOR BATLLE.- Sería bueno saber cuándo entienden ustedes que, en forma conjunta con el Banco Central o en forma separada, podrían concurrir nuevamente a esta Comisión.

SEÑORA HOLTZ.- Creo que es muy útil lo que señala el señor Senador. Una vez más, reitero que estamos a vuestra entera disposición. Incluso, desde el punto de vista de la coordinación, quizás pueda resultar útil que cuando vuelvan a considerarse estos temas con el Banco Central, estemos

nuevamente presentes, de forma de armonizar nuestras posiciones.

Por otro lado, las puntuales reflexiones sobre las colisiones que se estarían presentando, podrán estar a disposición de los señores Senadores en aproximadamente una semana, porque ya están identificadas las normas.

Tal vez los señores Senadores puedan sentirse sorprendidos ante los planteos generales que mencionamos hace unos minutos. Da la casualidad de que conozco el tema del mercado de capitales desde hace muchos años; he trabajado en él y si tuviera que definir, como docente de Derecho Comercial, cuál es la materia que más conozco y en la que me siento más cómoda, diría que es la que refiere a la cuestión que nos convoca en el día de hoy. Podría decir que la conozco casi tanto como a la Ley de Sociedades Comerciales.

SEÑOR BATLLE.- Nosotros estuvimos viendo la colisión de algunas medidas, ya que se establece la separación de obligaciones y debentures. Pensamos que, de pronto, deberíamos incursionar en algunas modificaciones de la ley. Creo que el señor Presidente de la Comisión planteó algo sobre eso en el análisis de los artículos correspondientes. Creemos que en algún momento deberemos incursionar fuertemente en ese capítulo.

SEÑORA HOLTZ.- En mi opinión, allí se presenta una disyuntiva. Yo misma la he planteado porque conozco muy a fondo el proyecto de reforma de la Ley de Sociedades Comerciales. Tanto es así que en la Legislatura pasada, cuando el proyecto se analizó, hice en Comisión algunos comentarios de carácter general con respecto a la iniciativa. O sea que me queda muy claro su contenido.

Cuando me enteré de que la Comisión de Hacienda estaba abordando el proyecto de ley de mercado de valores, que se encuentra junto con el de Fondo de Inversiones, consideré que existía un tema inseparable del primero que mencioné. Me

refiero al régimen de la Ley de Sociedades Comerciales en lo que tiene que ver con el mercado de valores. Por lo menos, se lo debe tener a mano simultáneamente, no para legislar al mismo tiempo sobre ambas cosas, pero sí para tenerlo en cuenta. Desde este punto de vista, es recomendable que sea la misma Comisión de Hacienda la que trate luego la reforma de la Ley de Sociedades Comerciales, porque ya contará con la información procesada y elaborada y será más eficiente la labor legislativa que pueda realizarse. Será muy bueno tener ya vistos mucho de los elementos que se manejen cuando se legisle en materia de Sociedades Comerciales. Por esta razón, me inclino fuertemente a que se trabaje de la manera que he señalado, teniendo por lo menos a la vista el proyecto de reforma propuesto y la Ley de Sociedades Comerciales.

SEÑOR ASTORI.- Quisiera saber si la Comisión que está trabajando en la Inspección General de Hacienda tiene por objetivo la reforma de la Ley de Sociedades Comerciales.

SEÑORA HOLTZ.- No, señor Senador. Esa Comisión se aboca al análisis de la forma como incide el proyecto de ley de mercado de valores en éste que estamos considerando, y en el régimen de los controles que establece el Banco Central --o el órgano de control, que en principio será la mencionada institución-- y la Inspección General de Hacienda, que tiene como cometido el control de las sociedades abiertas. En definitiva, estudia la coordinación de esos controles, por un lado, y, por otro, las colisiones normativas que el proyecto de ley del mercado de valores puede estar implicando con la actual Ley de Sociedades Comerciales y con el proyecto de reforma de dicha ley, presentado por la Inspección General de Hacienda.

SEÑOR ASTORI.- A los efectos de esta Legislatura, se deberá iniciar el proceso nuevamente. La eventual aprobación de este proyecto de ley supone, de hecho, una alteración de la Ley de Sociedades Comerciales.

SEÑOR PRESIDENTE.- Quiero señalar que, de la misma manera que

presentamos el proyecto de ley de mercado de valores, hicimos lo propio con el que nos ocupa, al comienzo de la Legislatura.

SEÑOR ASTORI.- Obviamente, el trabajo de la Comisión tiene en consideración la reforma de la Ley de Sociedades Comerciales que aún no tiene sanción legislativa.

SEÑORA HOLTZ.- Es muy importante tener eso en cuenta.

SEÑOR PRESIDENTE.- Agradecemos la presencia de nuestros invitados en la tarde de hoy.

Queda levantada la sesión.

(Es la hora 17 y 5 minutos)